



Der Ausblick für 2025: Die deutsche Wirtschaft schleppt sich weiter

16. Dezember 2024

Autoren
Research Team Frankfurt

Editor
Robin Winkler

Deutsche Bank AG
Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

www.dbresearch.de

DB Research Management
Robin Winkler

Original in englischer Sprache: 9.12.2024

Die deutsche Wirtschaft ist 2024 wahrscheinlich das zweite Jahr in Folge geschrumpft und ist in den letzten fünf Jahren nicht gewachsen, die längste Schwächephase in der deutschen Nachkriegsgeschichte. Der Arbeitsmarkt hat unter dem konjunkturellen Druck deutliche Risse gezeigt und die Stimmung unter den privaten Haushalten und Unternehmen ist schlecht.

Die Aussichten für 2025 sind nur geringfügig besser: wir erwarten ein BIP-Wachstum von 0,5%. Dieses dürfte vollständig vom Binnenkonsum getragen werden. Das reale Einkommenswachstum dürfte sich zwar in einem schwächer werdenden Arbeitsmarkt verlangsamen, wobei die Arbeitslosenquote voraussichtlich auf 6,2% steigen und das nominale Lohnwachstum auf 3% sinken wird. Die Konsumneigung der privaten Haushalte erholt sich jedoch allmählich, nicht zuletzt, da sich die Inflation bei knapp über 2% stabilisiert.

Die Investitionsschwäche der Unternehmen dürfte jedoch weiterhin eine Belastung bleiben, trotz einer möglichen Erholung im Baugewerbe in der zweiten Jahreshälfte. Angesichts der weiter fallenden Kapazitätsauslastung in der Industrie ist eine Erholung der Investitionsausgaben nicht unmittelbar zu erwarten. Die wirtschaftspolitische Unsicherheit wird die Investitionen zumindest im ersten Halbjahr weiter belasten. Auch die Nettoexporte dürften im nächsten Jahr schrumpfen, da ein immer schwierigeres globales Wettbewerbsumfeld die strukturellen Probleme der deutschen Industrie verschärft.

Wir sehen nur wenige Aufwärtsrisiken für die Wirtschaft im kommenden Jahr. Die Fiskalpolitik könnte unter der nächsten Regierung deutlich expansiver werden, aber es besteht noch zu viel politische Unsicherheit, um zum Beispiel eine Reform der Schuldenbremse als Basisszenario anzunehmen. Ohnehin würden kreditfinanzierte fiskalische Impulse erst ab 2026 greifen. Demgegenüber bestehen greifbare Abwärtsrisiken durch einen schärferen globalen Handelskrieg, als wir in unserem Basisszenario annehmen.

Eine spürbare Erholung wird sich daher wahrscheinlich um ein weiteres Jahr verzögern. Für 2026 prognostizieren wir ein Wachstum von 1%. Während das globale Umfeld bis dahin wahrscheinlich nicht freundlicher werden wird, erwarten wir eine Erholung der Binnennachfrage dank einer lockeren Geldpolitik, abnehmender Unsicherheit und eventuell höherer öffentlicher Investitionen.

Die mittelfristigen Wachstumsaussichten hängen weitgehend vom wirtschaftspolitischen Umfeld ab. Bei einer Fortschreibung der aktuellen strukturellen Trends dürfte die potenzielle Wachstumsrate bis zum Ende des Jahrzehnts bei nur etwa 0,5% liegen. Angebotsseitige Reformmaßnahmen unter der nächsten Regierung könnten diese deutlich erhöhen. Doch eine Rückkehr zu potenziellen Wachstumsraten von über 1% würde wahrscheinlich umfangreiche Investitionen in die deutsche Energie-, Verkehrs-, Digital- und Verteidigungsinfrastruktur erfordern.



Der Ausblick für 2025: Die deutsche Wirtschaft schleppt sich weiter

Dies ist eine Kurzfassung der detaillierten Ausblick-Publikation, die wir am 9. Dezember in englischer Sprache veröffentlicht haben: Focus Germany: Schlepping on: the outlook for 2025.

Prognosen Deutschland: BIP-Wachstum nach Komponenten, % gg.Vq., Jahresdaten % gg.Vj.

1

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
BIP	2,7	1,1	1,0	-4,1	3,7	1,4	-0,3	-0,2	0,5	1,0
Privater Konsum	1,5	1,4	1,7	-6,8	2,3	5,6	-0,4	0,1	0,7	1,3
Staatsausgaben	1,6	1,0	2,9	4,9	3,4	0,1	-0,1	2,3	1,4	0,9
Anlageinvestitionen	2,6	3,6	2,0	-3,0	0,6	-0,2	-1,2	-2,5	-0,9	2,6
Ausrüstungen	4,2	4,9	2,1	-11,6	3,5	4,5	-0,8	-5,7	-3,4	2,5
Bau	1,0	2,6	1,0	4,0	-3,1	-3,9	-3,4	-3,2	-0,9	2,5
Lager, %-Punkte	0,8	0,2	-0,4	0,1	0,7	-0,1	0,1	0,1	0,5	0,1
Exporte	4,1	2,5	1,9	-9,5	10,0	3,1	-0,3	-0,5	0,6	2,2
Importe	4,0	5,0	3,5	-8,1	9,0	7,0	-0,6	-0,1	1,8	3,6
Nettoexport, %-Punkte	0,3	-0,7	-0,5	-1,0	0,9	-1,3	0,1	-0,2	-0,4	-0,4
Konsumentenpreise (VPI)**	1,5	1,8	1,4	0,5	3,1	6,9	5,9	2,2	2,2	2,3
VPI ohne Energie und Nahrung	1,2	1,3	1,5	0,2	2,4	3,8	5,1	3,0	2,5	2,1
Arbeitslosenquote, %	5,7	5,2	5,0	5,9	5,7	5,3	5,7	6,0	6,2	6,2
Industrieproduktion***	2,6	1,1	-3,1	-8,9	4,8	-0,2	-1,2	-4,5	-0,5	1,0
Budgetsaldo, % BIP	1,3	1,9	1,3	-4,4	-3,2	-2,1	-2,6	-2,1	-1,9	-1,9
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	64,0	60,8	58,7	68,0	68,1	65,0	62,9	63,2	64,0	64,6
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	8,1	8,4	7,9	6,3	6,9	4,4	5,9	4,5	4,4	4,2
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	254,9	264,2	258,6	234,4	265,0	170,9	244,5	247,9	200,0	200,0

*Inflationsdaten für Deutschland basieren auf nationaler Abgrenzung (VPI). Dies kann zu Diskrepanzen zu anderen DB Publikationen (HVPI) führen. **Verarbeitendes Gewerbe (NACE C)

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank, Arbeitsagentur, Deutsche Bank Research

Fiskal-, Geld- und Handelspolitik

Die größte wirtschaftspolitische Unsicherheit für das kommende Jahr ergibt sich aus der Möglichkeit eines haushaltspolitischen Kurswechsels nach den vorgezogenen Neuwahlen am 23. Februar. Für unsere Wachstumsprognose nehmen wir mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit an, dass die nächste Bundesregierung die verfassungsmäßige Schuldenbremse effektiv lockern könnte, um mehr kreditfinanzierte Infrastrukturinvestitionen zu ermöglichen. Gleichwohl bleibt die politische Unsicherheit zu groß, als dass man einen solchen fiskalpolitischen Regimewechsel zum Basisszenario machen könnte. Nicht nur müsste die CDU/CSU, die laut aktuellen Umfragen wahrscheinlich die nächste Regierung anführen wird, ihr langjähriges Bekenntnis zur Schuldenbremse überdenken. Eine Verfassungsänderung – sei es zur Reform der Schuldenbremse selbst oder zur Einrichtung von weiteren Sondervermögen neben ihr – würde auch eine Zweidrittelmehrheit im Bundestag erfordern. Ein parteiübergreifender Konsens ist in der derzeitigen Parteienlandschaft alles andere als einfach zu erreichen. In jedem Fall würden schuldenfinanzierte Konjunkturmaßnahmen frühestens ab 2026 greifen und in 2025 allenfalls einen psychologischen Wachstumsimpuls setzen.

Dagegen dürfte die Geldpolitik bereits im nächsten Jahr für mehr Unterstützung sorgen. Der Leitzins der EZB dürfte wahrscheinlich auf 1,5% gesenkt werden, was deutlich unter dem neutralen Zinsniveau läge. Der Zielbereich für den Einlagensatz liegt wahrscheinlich im Bereich von 1,00 bis 1,75%, was auf ein asymmetrisches Risiko hindeutet, dass die EZB den Leitzins noch schneller und niedriger absenken könnte, als in unserem Basisszenario vorgesehen. Al-



Der Ausblick für 2025: Die deutsche Wirtschaft schleppt sich weiter

lerdings wirkt die geldpolitische Transmission mit Verzögerung, sodass die mittelfristigen Kreditzinsen für Unternehmen und Haushalte voraussichtlich weniger schnell und stark sinken dürften als die Leitzinsen. Auch das Kreditangebot dürfte sich erst verbessern, wenn die Rezessionsrisiken im nächsten Jahr deutlich abnehmen. Daher ist es unwahrscheinlich, dass die finanziellen Bedingungen vor 2026 zu einem starken Rückenwind werden.

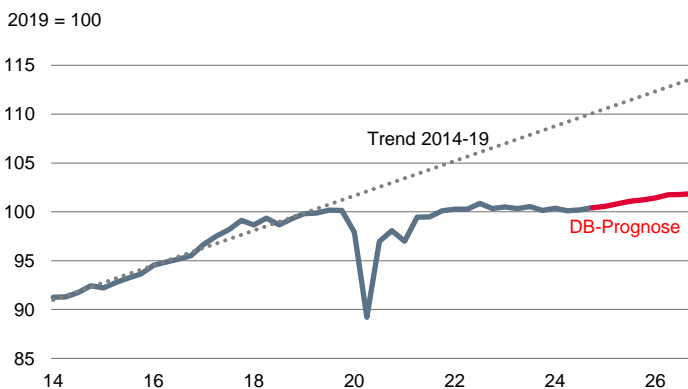
In der Zwischenzeit könnten sich trotz des kürzlich beschlossenen Mercosur-Handelsabkommens im Laufe des Jahres 2025 Abwärtsrisiken aus der globalen Handelspolitik ergeben und der deutschen Wirtschaft einen neuen Wachstumschock versetzen. In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass die USA bis Ende 2025 einen allgemeinen Zollsatz von 5% einführen und die Zölle für Autoimporte an die bestehenden EU-Zölle angleichen werden. Zusätzliche Zölle auf chinesische Importe von bis zu 20% könnten auch zu einem indirekten Handelsschock führen, falls China seine Waren zu mehr als wettbewerbsfähigen Preisen nach Europa umleiten sollte. Diese Annahmen sind zwar nicht das Worst-Case-Szenario, aber Zölle in dieser Größenordnung würden die deutschen Exporte und Investitionen belasten.

Konsum, Investitionen, Exporte

Vor diesem innen- und globalpolitischen Hintergrund sind die Aussichten auf eine überzeugende Wachstumsbelebung im nächsten Jahr alles andere als rosig. Nachdem die deutsche Wirtschaft in diesem Jahr wahrscheinlich das zweite Mal in Folge schrumpfen wird, dürfte sie in 2025 wieder um 0,5% und in 2026 um 1% wachsen. Das bedeutet auch, dass Deutschland gegenüber den meisten anderen entwickelten Volkswirtschaften, darunter Japan und das Vereinigte Königreich, wahrscheinlich weiter an Boden verlieren dürfte. Bis Ende 2026 würde das reale BIP in Deutschland fast 15% unter dem Niveau liegen, das es gemäß des Wachstumstrends vor der Pandemie erreicht hätte (2).

Deutschlands reales BIP weiter unter Vor-COVID-Trend

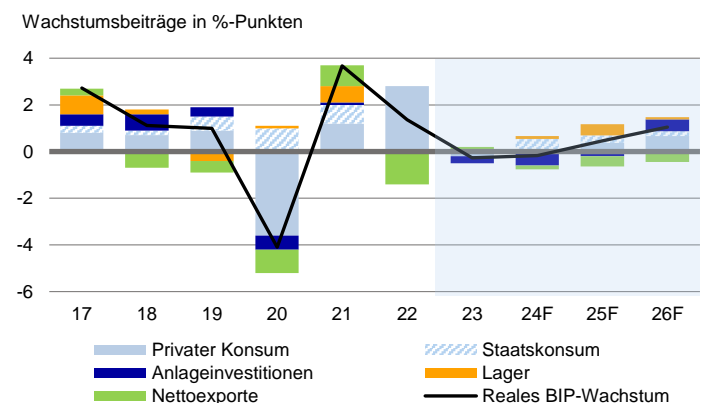
2



Quelle: Deutsche Bank Research

Binnenkonsum bleibt die einzige Wachstumsquelle

3



Quelle: Deutsche Bank Research

Im Detail erwarten wir, dass der Konsum im nächsten Jahr die einzige Wachstumsquelle bleiben wird (3). Der private Verbrauch wird 2025 voraussichtlich etwa 0,4 Prozentpunkte zum BIP-Wachstum beitragen, nachdem er in diesem Jahr stagnieren dürfte. Wie in weiten Teilen Europas waren die deutschen Haushalte im vergangenen Jahr zurückhaltend, wenn es darum ging, reale Lohnerhöhungen auszugeben. Doch das Konsumklima erholt sich allmählich, und wir gehen davon aus, dass sich die Haushaltssparquoten im nächsten Jahr normalisieren werden. Gleichzeitig dürfte sich das Reallohnwachstum im nächsten Jahr jedoch aufgrund der Schwäche des Arbeitsmarktes verlangsamen. Das



Der Ausblick für 2025: Die deutsche Wirtschaft schleppt sich weiter

bedeutet, dass sich das Zeitfenster für einen konsumgetriebenen Wachstumsschub schließt. Der staatliche Konsum dürfte unterdessen weiterhin für Rückenwind sorgen und selbst ohne finanzpolitische Änderungen und trotz der zu Beginn des Jahres vorläufigen Haushaltsführung einen Wachstumsbeitrag von 0,3 Prozentpunkten leisten.

Der Einbruch bei den Anlageinvestitionen ist in den vergangenen drei Jahren der Hauptgrund für die deutsche Wachstumsschwäche gewesen. Der Bausektor befindet sich seit 2021 in einer tiefen Rezession, die durch hohe Finanzierungs- und Baukosten sowie durch regulatorische Schocks ausgelöst wurde. Diese Rezession ist jedoch größtenteils zyklisch und nicht strukturell bedingt gewesen. Wir gehen davon aus, dass die Baukonjunktur in der zweiten Hälfte des Jahres 2025 wieder an Fahrt gewinnt. Diese Erholung könnte zu spät kommen, um den jährlichen Wachstumsbeitrag für 2025 noch positiv zu gestalten, aber dürfte die Dynamik in 2026 stützen. Bei den Ausrüstungsinvestitionen ist eine Erholung im nächsten Jahr dagegen unwahrscheinlich. Die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe hat ihren Tiefpunkt noch nicht erreicht und die Produktionsmengen und -aufträge lassen keine überzeugenden Anzeichen für eine Belebung erkennen. Auch strukturelle Wettbewerbsprobleme schränken die Bereitschaft der Unternehmen zu strategischen Investitionen ein. Insgesamt sehen wir einen negativen Wachstumsbeitrag von -0,2 Prozentpunkten bei den Bruttoanlageinvestitionen – ohne Berücksichtigung der Lagerbestände, die von einem positiven Übertrag aus diesem Jahr profitieren dürften. Spätestens 2026 sollten die Anlageinvestitionen das Wachstum jedoch wieder stützen.

Die Nettoexporte dürften im nächsten Jahr zu einer stärkeren Wachstumsbremse werden. Während das globale Wachstum mit über 3% robust bleiben dürfte, hat sich das Export-Beta Deutschlands zum globalen Wachstum in den letzten Jahren abgeschwächt. Darüber hinaus besteht die Gefahr, dass schrittweise steigende US-Importzölle, wie oben beschrieben, die strukturellen Wettbewerbsprobleme Deutschlands weiter verschärfen. Zusätzlicher Gegenwind ist durch eine Erholung der Importe zu erwarten, da sich die deutsche Industrieproduktion etwas stabilisieren und China mehr Industriegüterüberschüsse nach Europa umleiten dürfte. Zudem dürfte in 2025 ein negativer statistischer Übertragungseffekt aus diesem Jahr zum Tragen kommen. Unter dem Strich dürften die Nettoexporte das Wirtschaftswachstum in den nächsten zwei Jahren um je 0,5 %-Punkte schmälern. Die Zeiten des exportgetriebenen Wachstums sind vorerst vorbei.

Beschäftigung, Löhne, Inflation

Der deutsche Arbeitsmarkt hat sich in den letzten Monaten spürbar abgekühlt, nachdem er sich in den vergangenen zwei Jahren trotz der Wachstumsrezession bemerkenswert robust gezeigt hatte. Nicht nur ist die Arbeitslosenquote weiter gestiegen, sondern auch die Erwerbstätigkeit hat zu schrumpfen begonnen. Angesichts des anhaltenden Rückgangs der Industrieproduktion wird die Arbeitslosenquote im nächsten Jahr voraussichtlich weiter steigen und könnte vorübergehend den Pandemie-Höchststand von 6,3% erreichen, was fast 3 Millionen Arbeitslosen entsprechen würde. Obwohl dies in erster Linie auf Entlassungen im Verarbeitenden Gewerbe zurückzuführen ist, wo die Beschäftigung seit 2019 zurückgeht, hat auch die Beschäftigung im Dienstleistungssektor ihren Höhepunkt erreicht. Nur der öffentliche Sektor dürfte im nächsten Jahr weiterhin Arbeitsplätze schaffen.

Allerdings dürfte sich die Abkühlung des Arbeitsmarktes zunächst eher in nachlassendem Lohnwachstum niederschlagen als in der Beschäftigung. Der jüngste Tarifabschluss in der Metallindustrie deutet darauf hin, dass die Gewerkschaften kaum noch Lohnerhöhungen über der Inflationsrate erreichen werden. Es gibt



Der Ausblick für 2025: Die deutsche Wirtschaft schleppt sich weiter

jedoch nicht viele Branchen, in denen im nächsten Jahr Tarifverhandlungen anstehen. Wir erwarten in 2025 ein Lohnwachstum von 3,0%, nach etwa 5,5% in diesem Jahr. Positiv zu vermerken ist, dass das Lohnwachstum zunehmend durch dauerhafte Anhebungen angetrieben wird, während einmalige Inflationsausgleichszahlungen wegfallen.

Das verlangsamte Lohnwachstum sollte auch zu einer Verlangsamung der Kerninflation auf einen Jahresdurchschnitt von 2,5% in 2025 beitragen. Der Großteil dieses Rückgangs sollte auf eine Abschwächung der Inflation bei Dienstleistungen zurückzuführen sein, die sich nach unserer Einschätzung von einem jährlichen Rate von 3,8% in diesem Jahr auf etwa 3% im nächsten Jahr verlangsamen wird. Die Inflation bei Kernwaren wird sich wahrscheinlich unter 2% stabilisieren. Ungeachtet dieses Rückgangs der Kerninflation dürfte die Gesamtinflation wahrscheinlich beim diesjährigen Jahresdurchschnitt von 2,2% verharren, da die Energiepreise langsamer sinken dürften als in diesem Jahr.

Kapital, Arbeit, Produktivität

Die mittelfristigen Wachstumsaussichten werden weiterhin durch strukturelle Probleme beeinträchtigt, die dazu geführt haben, dass die Potenzialwachstumsrate mittlerweile auf etwa 0,5% gesunken ist. Der Kapitalstock ist aufgrund langjähriger Investitionsschwäche gealtert, das Arbeitsvolumen schrumpft infolge des demografischen Wandels und sinkender durchschnittlicher Arbeitszeiten und das Produktivitätswachstum wird durch die langsame Digitalisierung und übermäßige Regulierung der Wirtschaft eingeschränkt. Um diese Probleme zu lösen, sind angebotsseitige Reformen erforderlich. Doch eine Rückkehr zu einem Trendwachstum von 1% oder mehr würde wahrscheinlich umfangreiche Investitionen in die Energie-, Verkehrs-, Digital- und Verteidigungsinfrastruktur Deutschlands erfordern.

Research Team Frankfurt

© Copyright 2024. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Inc. genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

ISSN (Online): 2568-1079